



# Generación o destrucción de valor

## El caso de la deuda

ADRIÁN WONG BOREN\*, PAULA VILLALPANDO CADENA\*, MÓNICA BLANCO JIMÉNEZ\*

**E**l objetivo de este artículo es presentar diferentes puntos de vista en relación a la estructura financiera de las empresas. Para poder explicar y predecir prácticas financieras es necesario contar con más que simples observaciones de la realidad; es necesaria una teoría positiva sobre la estructura financiera de las empresas. A falta de una teoría generalmente aceptada, la alternativa es presentar avances logrados hasta la fecha en la búsqueda alusiva a tal teoría. No es la intención discutir conceptos normativos en cuanto a las ventajas y desventajas del uso de la palanca financiera; todo lo contrario, al presentar diferentes ópticas, se puede estar seguro de una cosa: la deuda es algunas veces buena, algunas veces mala y algunas veces no hace diferencia. Hay que recordar lo que dijo el famoso filósofo Thomas Kuhn: "El descubrimiento (y elaboración de mejores teorías) empieza cuando se reconocen anomalías". Por ejemplo, Campello<sup>1</sup> concluye empíricamente que la deuda puede generar y destruir valor de manera simultánea.

### En búsqueda de la estructura financiera óptima

Nadie ha encontrado, porque tal vez no existe, la fórmula para determinar la estructura financiera óptima. La cantidad de deuda que para ciertas em-

presas es buena, para otras no; algunas veces no hay ni peor ni mejor, sencillamente es igualmente atractivo tener mayor o menor deuda

Para poder discutir sobre si el financiamiento con deuda es bueno o malo, es necesario entender ciertos conceptos básicos que, en algunos casos, parecen ir contra de toda lógica o contra prácticas convencionales. Una premisa importante a utilizar, la cual tiene su soporte teórico, es la siguiente: *Existen mejores probabilidades de generar riqueza vía buenas decisiones de inversión que a través de buenas decisiones de financiamiento*. En otras palabras, es más fácil generar riqueza en el lado izquierdo del balance general que en el lado derecho. Sin embargo, cuando existe un riesgo grande de insolvencia o bancarrota, ya sea por falta de flujo de efectivo o por un incremento inesperado en las tasas de interés, la decisión de financiamiento puede ganar en importancia.

Por lo tanto, dado que se estará discutiendo el lado derecho del balance, se asumirá que la decisión de inversión (lado izquierdo) ha sido tomada y se mantiene constante. Con esta premisa en mente, el objetivo sería encontrar una mezcla en la estructura financiera (lado derecho) que maximizará la generación de riqueza para los accionistas.

El lado derecho está representado por "reclamaciones de papel" que encuentran soporte en el lado

\*Escuela de Posgrado, FACPya-UANL

izquierdo, representado por lo que podemos denominar activos reales, que son los generadores del flujo de operación de las empresas. El valor de las empresas es generado por activos "duros", así como aquellos intangibles: bases de datos, sistemas de información, relaciones con gobierno, alianzas comerciales, etcétera, muchos de los cuales no se presentan en el balance general.

Si por un momento nos olvidamos de las imperfecciones que existen en los mercados de capital, podemos concluir que el valor de la empresa no depende de la razón de deuda, ya que esto dependería sólo de estar manipulando el lado derecho del balance y dejando intacto el lado izquierdo, es decir, manteniendo constante la decisión de inversión. De hecho, ésta es la famosa *Proposición I* desarrollada por Modigliani y Millar.<sup>2</sup> Los teoremas de M&M nos dicen que en mercados de capitales eficientes, cambios en la estructura de capital y política de dividendos, no debería tener efecto alguno esperado en la rentabilidad y valor de la empresa. Existen varios supuestos sobre los que descansan los mencionados teoremas, como información perfecta, no impuestos, no costos de transacciones y no costos de bancarrota. No obstante, el supuesto más importante es que las decisiones de inversión y operativas no son afectadas por las políticas de dividendos y de estructura de capital. Esto es, independientemente de que la empresa tenga un 10 o un 90% de deuda y de que su tasa de pago de dividendos sea 100 o 0%. M&M, efectivamente, asumen que el resultado de las decisiones de inversión -el flujo de efectivo de la operación- no se ve afectado del todo.

Cuando una empresa escoge su estructura financiera está vendiendo sus activos reales a inversionistas como un paquete de reclamaciones financieras. El cómo se distribuye la mezcla de esas reclamaciones no debe afectar el valor de los activos reales. Independientemente de la manera de rebanar una pizza, el tamaño no aumenta ni disminuye; en una empresa, la pizza representa los activos reales y las reclamaciones representadas por las rebanadas.

¿Bajo qué condiciones podemos decir que la suma de las rebanadas es mayor que la pizza entera?, en ningún caso. Sin embargo, sí podemos decir que el *valor* total de las rebanadas puede ser mayor que el valor de una pizza completa sin rebanar, y esto

sucedría cuando haya beneficio adicional de tener la pizza rebanada que tenerla completa, y si el precio que pagamos no excede el costo de rebanarla nosotros mismos.

El lado derecho del balance puede llegar a valer más que el izquierdo solamente cuando el diseño de la estructura financiera ofrece ciertas ventajas a los inversionistas, los cuales no pueden diseñar por sí mismos a un costo razonable, o no los pueden encontrar en otras empresas a costos más baratos. Estas ventajas provienen principalmente de empresas innovadoras en la creación de instrumentos financieros que permiten a los inversionistas crear o modificar sus portafolios con mejores relaciones de riesgo/rendimiento. La innovación financiera está con nosotros, basta con ver los mercados financieros de hoy en día, ofreciendo una variedad riquísima de instrumentos financieros.

Por ejemplo, cuando PepsiCo emitió, en 1982, los bonos con cupón cero, nadie antes lo había hecho. Este tipo de bonos atrajo una clientela especial: aquellos inversionistas que deseaban saber con certidumbre el rendimiento real a vencimiento (por ejemplo, fondos de pensiones o inversionistas que tienen compromisos de pagos en el futuro). Como sabemos, el rendimiento del inversionista es la diferencia entre la cantidad que pagó y el valor nominal a recibir al vencimiento. Los bonos normales no proporcionan tal certidumbre, porque se desconoce, al momento de la inversión, la tasa a la que se podrán reinvertir los intereses cuando se cobren los cupones.

Estas ventajas, como se espera, no duran mucho tiempo. Una vez que las empresas las vieron, la oferta de "bonos cero" se multiplicó, haciendo que el incremento en la oferta, en relación a la demanda, incrementara el costo de financiamiento, desapareciendo las ventajas que existían en costos. Una vez más, el darwinismo económico hace su aparición.

Cuando una firma trata de generar riqueza a través de innovación financiera, está compitiendo en el mercado con otras miles de empresas e instrumentos similares; este nivel de competencia hace que las utilidades arriba de lo normal no existan.

Por lo tanto, la estructura financiera puede generar riqueza por períodos de tiempo muy cortos, a la larga, esta posibilidad no es sostenible.

En efecto, si es que las decisiones financieras y de dividendos van a aumentar valor corporativo, pueden hacerlos posiblemente de la siguiente manera: a) reduciendo impuestos que pagan las empresas, b) reduciendo la probabilidad de bancarrotas costosas, c) proporcionar incentivos para que los gerentes inviertan y operen más eficientemente, d) mandar una señal positiva a los inversionistas acerca de lo que la administración piensa sobre nuevos prospectos.

## Deuda, impuestos y bancarrota

Dado que los intereses sobre deuda son deducibles del ISR, tal vez se tiene la respuesta para encontrar generalizaciones sobre las bondades de pedir prestado. El beneficio fiscal es mayor para aquellas empresas que tienen una tasa marginal de impuestos mayor. Sin embargo, este beneficio depende de que la empresa tenga utilidades en el futuro; cosa que muchas empresas no pueden asegurar. Claro, pueden guardar el beneficio fiscal de los intereses para amortizarlo contra utilidades futuras que eventualmente la firma pueda obtener. Por lo menos, perdería el valor del dinero en el tiempo del beneficio; a lo mucho, el beneficio puede expirar o perderse para siempre.

Por lo tanto, el beneficio fiscal de los intereses está en función de la probabilidad de obtener utilidades en el futuro, así como la tasa marginal del ISR. Como consecuencia, el beneficio fiscal de la deuda está limitado por la cantidad de utilidades que la empresa puede obtener; tarde o temprano llega un nivel de deuda que puede llevar a la bancarrota a cualquier empresa.

La mayoría de los administradores están de acuerdo en que más deuda genera ventajas en impuestos, pero también más riesgo financiero; el aumento en deuda siempre viene asociado con un aumento en el riesgo. Empresas con mayor cantidad de activos intangibles y oportunidades de crecimiento enfrentan mayores riesgos financieros; por lo tanto, es de esperarse que, *ceteris paribus*, empresas cuyos activos son principalmente tangibles, deberían pedir más prestado que las firmas que dependen principalmente de I&D, publicidad, etcétera. De hecho, esta relación inversa entre activos intangibles y palanca

financiera ha sido confirmada por varias investigaciones empíricas.

Los administradores financieros deben determinar la mezcla de pasivo y capital en su estructura financiera, balanceando los beneficios fiscales de la deuda con los costos asociados de riesgo financiero. Empresas con utilidades altas y estables probablemente pidan más prestado, porque pueden utilizar el beneficio fiscal de la deuda sin temor a tener desgracias financieras.

Como consecuencia, se podría decir que para empresas que pueden asegurar niveles de utilidades en el futuro existe una ventaja moderada al utilizar deuda; para aquellas empresas que no pueden beneficiarse de la deducibilidad de intereses la desventaja es mayor.

## Flujo de efectivo libre

Gran parte de la teoría financiera corporativa asume que el objetivo de los administradores es maximizar la riqueza de los accionistas, en contraste con la maximización del valor de la empresa. Lo que muchas veces se asume es que tales administradores tienen sus intereses personales alineados con los intereses de los accionistas. En otras palabras, el administrador, al maximizar la riqueza de los accionistas, está maximizando, de la misma manera, su riqueza personal. Sin embargo, pueden existir ciertos conflictos que motiven la maximización del valor de la empresa, o la maximización de la riqueza de los administradores, en sacrificio de la maximización de la riqueza de los accionistas. Por ejemplo, durante la década de 1980, existieron conflictos entre administradores y accionistas, lo que derivó en una revolución por el poder corporativo. Ese periodo de tiempo se caracterizó por una ola de adquisiciones amigables y no amigables (*friendly and hostile takeovers*), adquisiciones apalancadas (*Leverage Buy Outs [LBO's]*) y reestructuraciones, que nunca antes se habían visto con tanta frecuencia y magnitud. Tales fenómenos sucedieron para resolver problemas originados por el concepto denominado flujo de efectivo libre. Últimamente los fiascos financieros, como Enron, Tyco, WorldCom, Parmalat, etc., han venido a demostrar la divergencia de intereses entre accionistas, inversionistas y

administradores. Es innegable que la existencia de información asimétrica ha sido una de las razones principales de la existencia de fraudes corporativos. El problema aumenta cuando las empresas tienen una posición de flujo de efectivo libre importante.

Jensen<sup>3</sup> define el flujo de efectivo libre como la cantidad de flujo de operación que excede lo que la empresa puede reinvertir rentablemente en su negocio básico, en otras palabras, es el flujo de efectivo en exceso del requerido para fondear aquellos proyectos con valor presente neto positivo. Esta situación genera problemas denominados costos de agencia.

¿Cuáles son los costos de agencia del flujo de efectivo libre? Surgen de la siguiente manera: asuma que una empresa que genera efectivo en exceso, más de lo que los administradores pueden reinvertir en proyectos con valor presente neto (VPN) positivo, en esta situación, existe un serio problema de control organizacional: debido al excedente de efectivo libre, ¿cómo lograr que los administradores devuelvan el dinero a los accionistas y evitar que se mal invierta en proyectos con VPN negativo o en beneficios personales? Los administradores de empresas con problemas de flujo de efectivo libre se ven motivados a desperdiciarlo en lugar de devolvérselo a los accionistas. En mercados eficientes este desperdicio es castigado de diferentes maneras, por ejemplo, *hostile takeovers*, reestructuraciones, escisiones, etcétera.

Los administradores con flujo de efectivo libre importante pueden incrementar dividendos o recomprar acciones, utilizando el efectivo en exceso, y evitar de esta manera la tentación de invertir en proyectos no rentables. Sin embargo, la decisión sobre el uso de flujo de efectivo libre en el futuro todavía queda a discreción de los administradores. Con la creación de deuda, la administración compromete el uso de los flujos futuros al pago de los intereses y del principal, dejando pocos grados de libertad para usos no rentables de tales flujos. Entonces, la deuda puede considerarse como un sustituto de los dividendos, cosa que no es reconocida en la teoría financiera tradicional. Al emitir deuda por capital, la administración compromete los flujos futuros de una forma que la política de dividendos no puede lograr, de paso, al eliminar las gran-

des cantidades de dinero, la empresa deja de ser atractiva como posible objeto de adquisición (*takeover*). Como consecuencia, este nuevo efecto de la deuda es un determinante potencial en la estructura financiera de las empresas. Además, los costos esperados de no cumplir con las obligaciones contractuales de la deuda motivan a los administradores a volver eficientes las operaciones de la empresa.

Este enfoque explica los fenómenos como: adquisiciones altamente apalancadas (*highly leveraged acquisitions*), recompra de acciones (*stock buybacks*) y compras de empresas públicas por la administración (*management buyouts of public companies*); estas transacciones generaron riqueza al exprimir los excesos de capital que tenían las empresas con pocas oportunidades de inversión rentables.

Asimismo, Jensen<sup>4</sup> observa que los administradores de industrias en etapa de madurez tienden a crear reservas para después reinvertirlas en proyectos de discutible rentabilidad, en lugar de pagar dividendos. Al aumentar los dividendos y tener que pagar tasas de interés contractuales, el problema de flujo de efectivo libre se minimiza. Una alternativa a los dividendos es recomprar acciones de manera regular; considere qué sucedería si la empresa emite mucha deuda y la utiliza para recomprar acciones.

En este caso, los pagos contractuales de interés y principal sustituyen el uso alterno del flujo de efectivo libre. Si la deuda es utilizada para retirar acciones, el capital de la empresa se concentrará en menor cantidad de inversionistas. La pérdida de valor por malas decisiones administrativas tiene ahora un efecto más fuerte en el precio de las acciones de los tenedores. Los accionistas ahora tienen un incentivo mayor para monitorear el desempeño de la empresa. Existe un cambio de atención: en lugar de estar pensando cómo utilizar (malgastar) el efectivo, la atención ahora se encuentra en hacer eficiente la empresa, ya que contractualmente existen intereses y lo principal es que tienen que pagarse. Este cambio de atención es una fuente de riqueza para las reestructuraciones apalancadas. El costo de capital ahora es más explícito y además contractual; de esta manera, el costo de capital constantemente recuerda que hay que invertir por arriba de este costo para crear riqueza de la empresa. Por lo tanto, en el proceso de convertir la mayoría de capital en deuda,

los LBO's han hecho el costo de capital explícito y, además, a diferencia del costo del capital social, aquél aparece en los estados financieros.

Investigaciones empíricas<sup>4,5</sup> han demostrado que la mayoría de las transacciones que aumentan la palanca financiera de las empresas, incluyendo recompra de acciones, sustitución de capital por deuda, sustitución de capital preferente por deuda, etc., resultan en aumentos significativos al precio de la acción de la empresa emisora de la deuda. Y de manera contraria, transacciones que resultan en disminución de la palanca financiera, incluyendo la emisión de capital para retiro de deuda, sustitución de deuda por capital preferente, ejercicio de la convertibilidad en bonos convertibles, etc., han resultado en disminuciones significativas en el precio de las acciones.

Desafortunadamente, una política de devolver el flujo de efectivo a los accionistas es difícil de mantener. Existen presiones organizacionales para fondear proyectos favoritos y esto ocasiona reducciones masivas en el valor de la empresa, lo que se conoce como transferencia de riqueza de los accionistas hacia los administradores.

Si la empresa emite obligaciones por pagar, los administradores, actuando en representación de los intereses de los accionistas, tienen incentivos para diseñar ciertas operaciones y estructuras financieras de tal manera que beneficien a los accionistas en detrimento de los obligacionistas. Un caso muy extremo de este conflicto lo discute Black,<sup>6</sup> quien dice: "No existe manera más fácil para una empresa de escaparse de la obligación de la deuda que el distribuir todos los activos en forma de dividendos y dejar a los acreedores una concha vacía". Debido a que las decisiones de inversión, financiamiento y dividendos son endógenas, se reconoce la existencia de cuatro fuentes de conflicto entre accionistas y obligacionistas:

\* Pago de dividendos. Si la firma emite obligaciones y éstas son valuadas asumiendo que la empresa mantendrá su política de dividendos, el valor de las obligaciones se reducirá si la tasa de pago (payout ratio) aumenta y tal incremento se financia reduciendo inversiones rentables.

\* Dilución de los derechos de cobranza. Si la firma emite obligaciones y éstas son valuadas asu-

miendo que no se emitirá deuda adicional, el valor de las obligaciones disminuirá, si la empresa decide emitir deuda de la misma o más alta prioridad en el pago.

\* Sustitución de activos. Si la empresa emite obligaciones con la finalidad de invertir en proyectos de bajo riesgo y las obligaciones fueron valuadas de manera conmensurada con tal riesgo, el valor de las acciones aumenta y el valor de las obligaciones disminuye al invertir en proyectos que incrementen el riesgo de la empresa.

\* Subinversión. Myers<sup>7</sup> sugiere que una porción importante del valor de la empresa se encuentra representado por futuras oportunidades de inversión. Por lo tanto, para una empresa que emite obligaciones existe el incentivo de rechazar proyectos rentables, si los flujos se acumulan principalmente a los obligacionistas.

## Señales de la deuda

La deuda tiene una cualidad de señal muy importante. Primero, deuda contractual obliga a la empresa a hacer pagos fijos de efectivo sobre la vida del préstamo. Las consecuencias de no hacerlo pueden llegar hasta la bancarrota. Por esta razón, agregar más deuda a la estructura financiera de la empresa puede servir como una señal creíble acerca de los flujos de efectivo futuros de la empresa. Los administradores comunican la confianza de que sus flujos de efectivo serán suficientes para cumplir con la deuda. Los costos de una señal falsa son altos: insolvencia y bancarrota.

Otra cualidad se relaciona con la sensibilidad a cambios en el valor de la empresa. Dado que los pagos de deuda son fijos, los precios de las acciones son más sensibles a cambios en el valor de la empresa que los precios de las obligaciones. Considere el caso de un director financiero desea obtener recursos vía emisión de acciones o de obligaciones. Él piensa que ambos instrumentos están subvaluados; si decide proceder, tendrá que escoger por emisión de pasivo, ya que sería la menos sensible a estar subvaluada. Por otro lado, si piensa que ambos instrumentos están sobrevaluados, probablemente deberá emitir capital, que sería el instrumento más sobrevaluado. Empíricamente, se han obtenido re-



sultados que son consistentes con esta forma de interpretar las señales de deuda.<sup>5</sup>

Myers<sup>8</sup> observa que la emisión de instrumentos financieros no es el método principal que tienen las empresas para financiar nuevos proyectos. La mayoría de los requerimientos corporativos son financiados internamente, esto es, utilidades retenidas.

Myers y Majluf<sup>9</sup> desarrollan una teoría denominada *Pecking Order*, la cual establece que hay ciertas prioridades o cierto orden al recurrir a financiamiento. Se empieza con fondos internos, sigue la deuda y, finalmente, el instrumento más riesgoso: el capital social. Este orden se basa en lo mencionado anteriormente, esto es: los administradores poseen mejor información, en cuanto a los proyectos de la empresa y su valor, que la que poseen los inversionistas externos. Otra razón la representan los costos de emisión. Financiamiento con recursos internos no tiene costos de emisión, y en caso de necesitarse recursos adicionales, los costos de emisión de deuda son menores que los de emisión de capital. Shyam Sunder y Myers<sup>10</sup> proporcionan evidencia que sugiere que la teoría del *Pecking Order* es una buena descripción del comportamiento de financiamiento de las empresas. También Fama y French<sup>11</sup> encuentran que la variación existente entre utilidades e inversiones es explicada por el uso de la deuda en el orden que lo predice la mencionada teoría.

Es difícil, para los inversionistas externos, interpretar la señal cuando la empresa decide emitir instrumentos financieros. Sin embargo, ellos saben que si el objetivo es maximizar el valor de los accionistas, la empresa tratará de emitir instrumentos financieros cuando piensen que la empresa está sobrevaluada. Puesto de diferente manera, es más probable que los administradores acudan a mercados de deuda y capital cuando esperan que después de la emisión haya una caída en las utilidades de la empresa (esto es, piensan que la empresa está sobrevaluada), que cuando esperan un aumento en las utilidades (piensan que la empresa está subvaluada).

El problema surge cuando los fondos internos son insuficientes para financiar proyectos verdaderamente rentables. Si resulta muy costoso para algunas empresas revelar señales al mercado sobre la

autenticidad de sus proyectos (el mercado sabe que las empresas tienen un incentivo para exagerar la rentabilidad de sus proyectos), tales empresas probablemente se encontrarán subvaluadas por el mercado (al menos en relación a las expectativas de los administradores). Existe bastante investigación empírica que demuestra que el mercado disminuye el precio de las acciones de aquellas empresas que anuncian nuevas emisiones de capital. Para emisiones industriales en los Estados Unidos, esta disminución en el precio de las acciones promedia un 3%. Mientras que este porcentaje pudiera parecer pequeño, la caída en el valor de mercado es equivalente a casi una tercera parte de la nueva emisión. Una solución para la empresa es aceptar la emisión de sus instrumentos a precios *baratos*; la otra, buscar fuentes alternas de financiamiento donde el diferencial de información, entre inversionistas y administradores, sea mínima. Por ejemplo, el uso de deuda privada se ha estado mencionando como un vehículo que minimiza los costos de información asimétrica.

Por último, y por la importancia que parece tener la utilidad por acción en toma de decisiones corporativas, se mencionarán ciertas ideas con su relación a la decisión de financiamiento.

## Deuda y UPA

Investigaciones empíricas han demostrado que el indicador financiero que, individualmente, tiene más peso en las decisiones de inversión y financiamiento es el famoso múltiplo. Combinando la utilidad por acción (UPA) y el valor de mercado de la acción, se determina, de una manera *ad hoc*, la tasa de rendimiento que el mercado espera utilizar en la capitalización de sus utilidades.

Normalmente un aumento en la UPA se considera como portador de buenas noticias, ya que se espera que los resultados operativos en el futuro sigan mejorando. Sin embargo, existen incentivos para aumentar, aunque sea artificialmente, la UPA y una manera muy utilizada es vía apalancamiento financiero.

Si la tasa de rendimiento sobre los activos excede la tasa de interés, todo esto neto de impuestos, la tasa de rendimiento contable se verá aumentada,

generalmente aunado con un incremento en la UPA. Sin embargo, esto no necesariamente significa un valor en el aumento de la empresa y tampoco un aumento en la riqueza de los accionistas. Al utilizar más palanca financiera, mayor cantidad de la utilidad de operación tiene que ir a mano de los acreedores, dejando, como consecuencia, una menor cantidad para los accionistas. Sin embargo, la cantidad total que va hacia los acreedores y accionistas sigue siendo la misma; esto es, considerando a todos los inversionistas como un todo (acreedores y accionistas) no se recibe ni más ni menos.

## Otras explicaciones

En muchos países occidentales existen leyes estatales que establecen restricciones sobre pago de dividendos, así como barreras en contra de cambios de control en la administración de las empresas (*antitakeover statutes*). Últimamente, una hipótesis interesante es la relacionada a ejecutivos "amurallados" (*entrenched managers*) quienes se perpetúan en sus puestos por muchos años y tienden a preferir Estados con leyes *antitakeover* estrictas, alargando de esta manera el número de años en la administración. Este tipo de ejecutivos tienen incentivos para reducir el nivel de riesgo de la empresa a niveles por debajo de aquel que maximiza el valor de la empresa. De hecho, Bebchuk y Cohen,<sup>12</sup> así como Wald y Long (en prensa),<sup>13</sup> sugieren que los estatutos *antitakeovers* no solamente afectan la decisión de dónde (en que Estado) incorporar la empresa, sino que también afecta, de manera importante, la cantidad de deuda a utilizar.

## Conclusiones

La teoría financiera siempre ha establecido que la decisión de inversión debe analizarse con el supuesto de que se cuenta con el efectivo necesario para llevar a cabo la inversión. En mercados de capitales eficientes, la emisión de pasivo siempre puede hacerse a precios justos; esto es, el valor presente neto de emitir deuda siempre debe ser igual a cero, ya que el efectivo obtenido es siempre igual al valor presente del pasivo creado. Por lo tanto, si el valor presente de una inversión es positivo, este resulta-

do es indiferente a la manera de financiar el proyecto.

Sin embargo, las empresas gastan cantidades enormes de tiempo, energía y recursos en escoger, y algunas veces desarrollar, estructuras de capital diferentes, así como diseñar instrumentos financieros para obtener tales estructuras. Sin lugar a dudas el aumento en pasivo aumentará el nivel de empresas que se declaren insolventes o en bancarrota, pero aquellas que sobrevivan serán definitivamente las empresas más eficientes y capaces de competir en este medio ambiente cada vez más competitivo. Dos cosas son seguras: a) deuda y capital no son meramente diferentes tipos de reclamaciones financieras. Son dos enfoques diferentes para monitorear el desempeño de la empresa y dirigir su administración y b) parafraseando a un político conocido, la deuda no es buena ni mala, sino todo lo contrario.

## Resumen

El estudio de la estructura de capital procura explicar la mezcla de las fuentes del financiamiento en las cuales la deuda es de suma importancia. Se ha dicho que el lado derecho del balance crea más abundancia que el lado de la mano izquierda; después de todo, el lado de la mano izquierda es representado solamente por la promesa de papel de entregar recursos económicos en el futuro. No hay teoría universal de la opción de la deuda-equidad. Absolutamente el contrario, en este papel presentamos diversas teorías condicionales. Por ejemplo, la teoría de la orden que picotea dice que la firma seguirá una orden específica cuando necesitando el financiamiento. La teoría libre del flujo de liquidez dice que aumentará el costo de la agencia cuando las firmas que funcionan flujo de liquidez exceden perceptiblemente sus oportunidades provechosas de la inversión, haciendo por lo tanto el uso de deuda más atractivo. Éstos y otras teorías se discuten en el papel de modo que el lector pueda tener información bastante para componer su propia opinión.

**Palabras clave:** Empresa, Deuda, Capital.

## Abstract

The study of capital structure attempts to explain

the mix of financing sources in which debt is of upmost importance. It has been rightly said that the right hand side of the balance sheet creates more wealth than the left hand side; after all, the left hand side is represented only by paper promising to deliver economic resources in the future. There is no universal theory of debt-equity choice. To the contrary, in this paper we present different conditional theories. For example, the *pecking order theory* says that the firm will follow a specific order when in need of financing. The *free cash flow theory* says that agency cost will arise when a firm's operating cash flow significantly exceeds its profitable investment opportunities, making therefore the use of debt more attractive. These and other theories are discussed in the paper so that the reader can have information enough to make up his/her own opinion.

**Keywords:** Company, Debt. Capital.

## Referencias

1. Campello, Murillo. 2006. Debt financing: Does it boost or hurt firm performance in product markets? *Journal of Financial Economics*, Vol. 82., pp. 135-172.
2. Modigliani, F., M. Miller. 1958. The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment," *American Economic Review*, Vol. 48. pp. 261-97.
3. Jensen, Michael C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review*, Vol. 76 323-329.
4. Jensen, M.C., C.W. Smith. 1985. Stockholder, Manager and Creditor Interests: Application of Agency Theory," in E. Altman and M. Subrahmanyam, eds., *Recent Advances in Corporate Finance*, Homewood: Richard Irwin, 93-131.
5. Smith, Clifford W. Investment Banking and the Capital Acquisition Process, *Journal of Financial Economics*, Nos. 1-2.
6. Black, Fischer. 1976. The Dividend Puzzle, *Journal of Portfolio Management*, Vol. 2 5-8.
7. Myers, S.C. 1977. Determinants of Corporate Borrowing, *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, 147-175.
8. Myers, S.C. 2001. Capital Structure, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, pp. 81-102.
9. Myers, S.C., N.S. Majluf. 1984. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, 187-221.
10. Shyam-Sunder, L., S. Myers. 1999. Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 51, pp. 219-244.
11. Fama, E.F., K.R. French. 2002. Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt, *Review of Financial Studies*, , Vol. 15, pp. 1-33.
12. Bebchuk, L. y A. Cohen. 2003. Firms' decisions where to incorporate, *Journal of Law and Economics*, Vol. 46, pp. 383-425.
13. Wald, J.K., M.S. Long, The effect of state laws on capital structure, *Journal of Financial Economics*, (en prensa).

Recibido: 18 de agosto de 2006

Aceptado: 25 de enero de 2007